

公司是否能藉由媒體曝光度減緩非預期負面盈餘宣告 對股市的衝擊？以台灣金融業為例

王肇蘭

國立東華大學會計系

廖思雯

國立東華大學國際經濟研究所

池祥瑩¹

國立東華大學財務金融學系

摘要

本文探討市場投資人對於公司發佈盈餘宣告的反應，並進一步分析市場投資人的反應是否會受到媒體報導相關新聞的影響。研究結果歸納如下。第一，媒體相關報導對於公司盈餘宣告時的市場反應有顯著影響，尤其是正面量化新聞及負面質化新聞。正（負）面新聞對市場的影響顯著為正（負），同時負面新聞的影響較正面新聞的影響大。第二，若媒體在公司發佈比市場預期差的盈餘宣告之前已對該公司有負面盈餘新聞的報導，則會減緩市場對公司發佈比預期差的盈餘宣告的負向反應。

關鍵字：媒體報導、盈餘宣告、累積異常報酬

壹、前言

公司盈餘宣告是傳遞公司經營成果的管道，市場上股價的變動與未來盈餘的大小息息相關。因此，日常媒體所報導與公司未來盈餘的相關新聞，經常會成為投資人矚目的焦點。雖然過去已有許多文獻討論公司盈餘宣告的資訊內涵，或是討論媒體報導公司相關新聞，即所謂媒體曝光度(media coverage)，與股價之間的關連性，但是並無文獻針對公司的媒體曝光度對其日後盈餘宣告之股市反應的影響進行研究。如果公司在媒體的曝光度能顯著影響未來股市投資人對於盈餘宣告的看法，則公司管理當局將可以事先藉由媒體釋放公司盈餘相關的資訊，以影響市場對於公司即將發佈正面或是負面事件的反應。

研究公司媒體曝光度的文獻主要集中在大眾傳播與企業組織領域 (Straughan, Bleske and Zhao, 1996; Roberts and Dowling, 2002)，主要分析公司如何利用在媒體曝光的機會，建構整體公司的形象 (image) 與聲譽 (reputation)。Cutler, Poterba and Summers (1989) 首先提出媒體對公司的報導和股價之間具有關聯性的課題，實證結果發現新聞報導並不能解釋市場上的重大經濟事件對股市所造成的影響；DeLong et al. (1990a) 則認為投資人的情緒會受到媒體報導的影

¹ 作者通訊：池祥瑩，花蓮縣壽豐鄉志學村大學路二段一號國立東華大學財務金融系，Tel: 03-8633137，Fax: 03-8633130，Email: hhchih@mail.ndhu.edu.tw

響，進而影響到股票價格；Barber and Odean (2006) 指出散戶比法人更容易受到媒體影響，經常將受到市場矚目的股票誤認為是高績效股，而有多買進媒體報導股票的傾向；Urrutia and Vu (1999) 提出當公司盈餘的相關訊息成為媒體的頭條新聞後，因過度反應假說 (over-reaction hypothesis) 使得正面新聞對股價造成負的異常報酬；負面新聞對股價造成正的異常報酬；Bulkley and Herrerias (2005) 認為當公司在媒體發佈負面盈餘警訊後，因反應不足假說 (under-reaction hypothesis) 使得市場出現負的異常報酬。

本文以台灣上市金融業為研究對象，探討公司發佈盈餘宣告前的媒體曝光度是否會影響股市對於該公司盈餘宣告的反應，並且進一步分析公司是否能藉由在媒體釋放資訊來影響投資人的認知，進而影響股市對公司盈餘宣告的反應。過去文獻在探討盈餘宣告是否具有資訊內涵時，多認為金融業的性質特殊，財務結構與一般產業不同，因此多將金融業相關樣本以予刪除。然而，本文特別針對上市金融業單一產業進行研究，原因如下：第一，金融業在台灣股市中扮演極為重要的角色，不但資本額龐大，股票交易量也僅次於電子產業，因此金融業的消息普遍受到媒體的重視²；第二，選擇單一產業可以控制生產要素、消費者以及政府法令等因素，使得我們可以聚焦在公司媒體曝光度對於盈餘宣告的影響。

本文參考學術界與實務界的研究方法，建立台灣上市公司媒體曝光度的資料庫，以衡量公司在盈餘宣告前的媒體曝光度。為了研究不同類型的媒體報導是否會使股市對公司盈餘宣告產生不同之反應，我們將每篇報導做詳細分類與整理。首先，依報導內容將媒體的報導資料區分為內容有利於公司的正面報導，以及內容不利於公司的負面報導。其次，依報導內容的資料類型，將媒體的報導資料區分為有提及盈餘數據的量化新聞報導，以及有提及盈餘但沒有數據的質化新聞報導。

本文研究的主要結果如下：第一，媒體相關報導對於公司盈餘宣告時的股市反應有顯著影響，尤其是正面量化新聞及負面質化新聞。正(負)面新聞對股市的影響顯著為正(負)；而負面新聞的影響較正面新聞的影響大。第二，若媒體在公司發佈比市場預期差的盈餘宣告之前已對該公司有負面盈餘新聞的報導，則會減緩股市對公司發佈比預期差的盈餘宣告的負向反應。

本文除了前言以外，第二部分為研究假說，第三部分為資料及媒體資料庫，陳述資料來源與樣本相關變數之定義，第四部分為實證結果與分析，第五部分為本文之結論。

貳、研究假說

McCombs and Shaw (1972) 提出議題設定理論 (agenda setting theory)，認為媒體會創造引人注目的議題來影響大眾，當媒體對某事件的報導愈多，愈增加大眾對此事件的認知；Chen and Meindl (1991)、Deephouse (2000)、Shiller (2001) 及 Carroll and McCombs (2003) 認為媒體不僅是事件資訊的傳播者，同時也會吸收和傳播想法去影響大眾事後的行為。故本文建立下列五個假說，以驗證市場對媒

² 高科技產業占股市成交量第一名，其媒體曝光度並不下於金融業，惟高科技產業的產業類型太廣，如：半導體、電腦、通信、電子零組件、電子通路、光電...等產業，皆屬高科技產業，而這些不同類型的高科技產業所受法令約束、景氣循環並不相同，因此可能會影響結果。我們為了控制產業特性、消費者以及政府法令等因素，因此選擇同質性較高的金融業為研究對象，以聚焦在公司媒體曝光度對於盈餘宣告的影響。Deephouse (2000) 以美國金融業為研究對象，指出金融業利用媒體曝光度為策略性資源，亦是相同考慮。

體報導的反應。

Lev (1989) 認為股價和盈餘報酬有關, 一項訊息 (如財務報告或新聞) 如果使訊息接受者改變其對相關變數之預期時, 則表示該項訊息傳達了某種資訊; Kross (1982)、Chambers and Penman (1984) 及 Bulkley and Herrerias (2005) 認為發佈比市場預期好 (差) 的宣告, 市場會出現正 (負) 的異常報酬。根據以上文獻, 我們推論公司發佈比預期好 (壞) 的宣告, 市場會出現正 (負) 向報酬。因此媒體報導的消息會影響到盈餘訊息發佈時之量價反應, 故本研究建立假說一。

假說一：在公司管理當局發佈盈餘宣告前, 媒體對該公司的正 (負) 面報導愈多, 則公司的盈餘宣告會使股市有顯著的正 (負) 向反應。

依據 Kahneman and Tversky (1979) 展望理論 (prospect theory) 中之價值函數, 投資者在面對利得時是凹函數 (concave), 面對損失時是凸函數 (convex)。亦即面對利得時是風險趨避, 面對損失時風險愛好。且此價值函數, 損失的斜率比利得的斜率陡, 也就是投資者在相對應的利得與損失下, 其邊際損失比邊際利得敏感。Frankel, McNichols, and Wilson (1995) 和 Lang and Lundholm (2000) 認為公司釋放正面新聞能提高公司的股價, Yermack (1997) 和 Aboody and Kasznik (2000) 認為公司釋放負面消息也會影響公司的股價。Kothari, Shu and Wysocki (2007) 研究顯示負面新聞報導的影響會大於正面新聞報導的影響, 故本文建立假說二。

假說二：如果公司在盈餘宣告前被媒體正面報導的次數越多, 則市場對於公司盈餘宣告的反應會較小; 如果公司在盈餘宣告前被媒體負面報導的次數越多, 則市場對於公司盈餘宣告的反應會較大。

Bulkley and Herrerias (2005) 和 Ajinkya and Gift (1984) 提出當公司發佈比預期好 (壞) 的宣告, 市場上會有正 (負) 向異常報酬。吳安妮 (1993) 認為市場並未對比預期好之宣告有所反應, 表示投資者不信任公司所揭露之比預期好之宣告訊息; 市場對比預期壞之宣告有所反應, 表示投資者對公司所揭露的比預期壞的宣告較信賴, 因此本文將其重點放在比預期壞的宣告中。

Kasznik and Lev (1995) 當公司宣告為比預期壞的盈餘宣告下, 曾在實際盈餘發佈日前先發出獲利警訊的公司相較於未發出警訊者, 反而經歷更負面的股價反應。Kothari, Shu and Wysocki (2007) 發現當公司發佈減少股息的訊息時, 比預期壞的股利宣告釋放前正面消息比負面消息影響還大, 故本文建立假說三。

假說三：當盈餘宣告比市場預期差時, 若宣告前媒體對該公司的報導是正面消息, 則市場會因大失所望而有顯著負向反應; 若宣告前媒體對該公司的報導是負面消息, 則市場會因已有心理準備而反應不明顯。

Geo, Sen and Shome (1995) 認為當公司的實際獲利大於盈餘預測時, 即有未預期盈餘產生時股價自然會上漲, 也就是說超額報酬與盈餘預測誤差有顯著之正相關。Beaver, Clarke and Wright (1979) 探討年盈餘的變動幅度與股票報酬率間之關係, 認為未預期盈餘變動的幅度與累計平均異常報酬率間之等級相關具有顯著之關聯性, 故本文建立假說四。

假說四：當公司管理當局所發佈的盈餘宣告比市場預期差時, 若差異程度很大, 則市場會因出乎意料而有顯著反應; 若差異程度不大, 則市場反應會不明顯。

Skinner (1994) 和 Kasznik and Lev (1995) 提出公司揭露比預期壞的宣告對股價絕對值的影響, 大於揭露比預期好的宣告對股價的影響。Kothari, Shu and Wysocki (2007) 認為當公司發佈減少股息的訊息時, 股票市場在宣告前五日已經慢慢釋放負面消息, 因為訊息早已洩露, 所以負面消息的影響並不如預期大, 故

本文建立假說五。

假說五：當公司管理當局所發佈的盈餘宣告比市場預期差且差異程度愈大時，若宣告前媒體對該公司的報導是正面消息，則市場會因大失所望而有顯著負向反應；若宣告前媒體對該公司的報導是負面消息，則市場會因有心理準備而無明顯反應。

叁、研究方法

一、樣本選取與資料來源

本研究以 2001 年至 2005 年間台灣上市之金融保險公司為研究對象。研究所需的相關變數中，公司媒體曝光度的新聞來自於「聯合知識庫」³；公司基本資料、股票報酬率、分析師預測資料檔、公司發佈盈餘宣告的日期及相關財務比率等資料取自「台灣經濟新報」的資料庫；總體經濟因素，如經濟成長率及通貨膨脹率則取自「行政院主計處」。在考慮所有相關資料的完整性之後，本文選取的樣本公司共有 28 家。

二、變數衡量

（一）被解釋變數：市場反應之衡量

Bulkley and Herrerias (2005) 和 Urrutia and Vu (1999) 認為當公司發佈盈餘宣告後對股價有異常報酬的現象。因此本文採用事件研究法之累積異常報酬(cumulative abnormal returns, CARs) 做為衡量公司盈餘宣告事件之市場反應的衡量指標。以台灣發行量加權股價指數報酬率為股市報酬率的替代變數，以公司發佈盈餘宣告日為事件日 ($t = 0$)，並以事件日發生前 110 天至事件日前 10 天為估計期間。異常報酬率 AR 計算方式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot RM_t)$$

其中 R_{it} 是第 i 家公司在第 t 天的股票報酬率， $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 為利用市場模式估計的係數， RM_t 是台灣發行量加權股價指數在第 t 天的報酬率。 $CAR(0, +2)$ 為事件日當天到事件日後兩天的三日累計異常報酬率：

$$CAR_i(0, +2) = \sum_{t=0}^2 AR_{it}$$

（二）解釋變數

由於本文探討公司是否能藉由媒體曝光減緩非預期負面盈餘宣告對股市的衝擊，因此本文主要解釋變數有二：一為媒體曝光之相關變數；一為非預期盈餘。

1. 媒體曝光之相關變數

本文以各公司盈餘宣告前一個月該公司新聞在媒體出現的次數來衡量公司的媒體曝光度，當出現次數愈高(低) 則表示媒體曝光度愈高(低)。為了計算公司新聞在媒體出現的次數，我們參考 Hamilton and Zeckhauser (2004) 及 Park and Berger (2004) 的方式去建構有關公司發佈盈餘新聞的資料庫。另外 Robinson and

³聯合知識庫包括經濟日報、聯合報、聯合晚報和民生報等四份報紙。我們沒有選擇其他新聞來源是因為同一個事件通常在各家報紙都會出現，如果選擇所有新聞來源可能出現重覆計算的問題。因此我們在不同性質的報紙各選一家。譬如金融類報紙以經濟日報為準，一般類報紙以聯合報為準，晚報以聯合晚報為準，生活娛樂類報紙以民生報為準。

Levy (1996) 與 Gaines-Ross (2000) 認為報紙是新聞曝光度的主要來源且對社會大眾具有一定程度的影響，因此，本文即以包含經濟日報、聯合報、聯合晚報及民生報之聯合知識庫為主要媒體新聞來源。

本文合併台灣經濟新報與聯合知識庫的資料來建構媒體資料庫，收集與金融保險業各公司盈餘相關的新聞訊息，研究期間為 2001 年 10 月 1 日至 2006 年 4 月 30 日。我們建構資料庫的方式如下，首先將公司名稱與盈餘設為關鍵字，做報導全文與標題的詳細搜尋。例如：報導中需同時出現「國泰金」和「盈餘」才納入計算。其次本文進一步將資料庫的結構分為兩個層次，第一層先將所有報導區分為正面新聞及負面新聞。舉凡報導的內容有利於公司，例如公司營運績效良好、推出創新產品營收增加等，皆列為正面新聞；而若為公司營運不佳業績衰退、公司董事無預警辭職、公司呆帳比率提高等，則列為負面新聞。第二層再依報導內容是否包含數據再區分為量化 (quantitative) 新聞及質化 (qualitative) 新聞兩類。量化新聞係指報導的內容有顯示數據，例如再提呆帳 73 億、某公司今年恐虧 30 億、泛官股銀行獲利大翻身七家前十月共賺逾 500 億元等；質化新聞則只有陳述新聞沒有任何數據，例如金控股仍陷於呆帳風暴、金控獲利可望倒吃甘蔗等。因此本文有關媒體曝光之變數分為正面新聞 (positive)、負面新聞 (negative)、正面量化新聞 (p-quantitative)、負面量化新聞 (n-quantitative)、正面質化新聞 (p-qualitative) 及負面質化新聞 (n-qualitative) 等六種。

2. 非預期盈餘

本文定義公司發佈的盈餘宣告與市場預期之間的差距稱為非預期盈餘 (unexpected earnings; UE)，其中以分析師的對公司的盈餘預測值做為市場預期盈餘的替代變數。本研究以預測誤差做為衡量非預期盈餘訊息的指標，該指標定義如下：

$$UE = \frac{AE - FE}{|FE|}$$

其中 UE 為預測誤差，也就是市場非預期盈餘指標；AE 為公司宣告的實際盈餘值；FE 為市場預期盈餘值。若 $UE > 0$ ，則稱該公司實際盈餘宣告比市場預期盈餘好；若 $UE < 0$ ，則稱該公司實際盈餘宣告比市場預期盈餘差。

(三) 其他控制變數

除了公司媒體曝光變數外，為了避免迴歸係數與誤差項發生估計誤差而影響實證結果，本研究選取與金融保險業有關的財務變數作為公司發佈盈餘訊息時市場反應（即累積異常報酬）的控制變數。Brennan, Jegadeesh and Swaminathan (1993)，採用資產取自然對數指標代表規模的大小，認為投資人會對規模較大的股票投入較多關愛的眼神；Covring, Gultekin and Kaul (2001)，認為因為投資大規模公司的資訊揭露較公開且完整，資訊不對稱的情形較不嚴重，自然的受到市場的關注程度會較小公司來得多。

Sharpe (1978) 和 Furlong and Keely (1989) 提出資本適足率可有效控管銀行風險，即自有資本比率愈高，銀行可應付資產惡化之能力愈強，亦代表銀行經營體質較安全，而權益占資產比重亦可替代銀行之資本適足性。沈中華 (2002) 認為淨利息收入比是衡量銀行的管理者控制利率風險的能力，若淨利息收入比愈大，表示銀行的管理者控制利率風險的能力愈好。

林左裕及賴郁媛 (2005) 以消費者物價指數年增率作為通貨膨脹率的替代變

數，以GDP成長率作為經濟成長率的替代變數，將總體因素納入銀行績效探討，認為如果國家總體經濟不振，企業經營困難，將使銀行承受巨額呆帳無法回收的風險提高。葉銀華、李存修、柯承恩（2002）則指出公司董監質押比過高的風險，認為董監事若以手中股票在銀行質押獲得資金的挹注，再繼續投入股市進行護盤，如此週而復始地惡性循環，一旦股價持續重挫無力支撐遭到斷頭，將會使銀行遭受重大衝擊。

歸納以上文獻的論述，本文認為主要影響金融保險業的特殊變數如下：公司規模 (size)、權益資產比 (equity/asset)、淨利息收入比 (NIM)、消費者物價指數年增率 (CPI)、經濟成長率 (GDP)、董監質押比 (collateralized)等。因此，本文所進行的迴歸模式即以上述六個財務變數納入成為解釋變數，另加入產業分類⁴ (Industry) 共計七個控制變數。所以本文迴歸模式主要設計如下：

$$\begin{aligned} CAR_i(0,+2) = & c + \beta_1 positive + \beta_2 p - quantitive + \beta_3 p - qualitative + \beta_4 negative \\ & + \beta_5 n - quantitive + \beta_6 n - qualitative + \alpha_1 NIM + \alpha_2 collatrtalized + \alpha_3 size \\ & + \alpha_4 equity_asset + \alpha_5 CPI + \alpha_6 GDP + \alpha_7 industry \end{aligned}$$

肆、實證結果

一、敘述統計

本文所建立的媒體資料庫分類情形見表1。由 Panel A 依新聞發佈內容分類之盈餘相關新聞分佈情形，我們可觀察出幾個現象：(1).媒體有關公司的正面新聞多過於負面新聞，前者量化及質化新聞合計為7079，後者量化及質化新聞合計為2381。此與 Lev and Penman (1990) 的結論一致，即當公司握有正面消息時，較傾向選擇揭露其盈餘相關訊息；而當公司握有負面消息時，則傾向選擇延遲發佈或是隱藏。(2).正面新聞中的質化新聞(3706)多於量化新聞(3373)；負面新聞的質化新聞(1081)少於量化新聞(1300)。Panel B為依新聞發佈媒體分類之盈餘相關新聞分佈情形，其中以經濟日報所佔比例 53% 為最高，其次是聯合晚報的36%，再其次為占11%的聯合報，最少者為民生報，僅占1%。若以期間來看，2002年及2003年為金融控股公司成立時的蜜月期，而2004年則為金融控股公司合併金融機構的期間，因此相關新聞的報導次數達到高峰，爾後則呈現下降的趨勢。Panel C將公司盈餘宣告樣本資料區分為比市場預期好和比市場預期差等兩個部分，比市場預期好的宣告有319筆資料；比市場預期差的宣告有130筆資料，且每一年比市場預期好的宣告之報導次數皆高於比市場預期差之報導次數，總計449筆資料。

表 2 為探討媒體曝光度對盈餘宣告後市場反應（累積異常報酬）影響的迴歸分析中所使用的控制變數統計表。Panel A 為各變數敘述統計量。Panel B 為各變數相關係數矩陣，各變數的相關係數絕對值均不高，表示自變數之間共線性的問題並不大。

二、發佈盈餘宣告之異常報酬分析

本研究以台灣2001年至2005年之間發佈盈餘宣告的上市金融保險業為樣本，以預測誤差大於0或小於0，將盈餘宣告樣本區分為比預期好和比預期差兩個方面來探討。首先，採用事件研究法進行異常報酬分析，以盈餘宣告日為事件日

⁴ 樣本公司若為金控公司，則 Industry = 1；若為非金控公司 Industry = 0。這是為了控制產業的固定效果。

($t=0$)，採用事件日前10天至事件日前110天為估計期間，計算公司發佈盈餘宣告之累積異常報酬 (CAR)，實證分析結果列於表3。

表3列示所有宣告公司於宣告日前後的累積異常報酬率，本文開十一種不同窗口計算其累積異常報酬，包含兩個宣告前的窗口：CAR(-10,-2)、CAR(-5,-1)；七個宣告前後的窗口：CAR(-5,+5)、CAR(-2,+2)、CAR(-1,+2)、CAR(-1,+5)、CAR(0,+1)、CAR(0,+2)、CAR(0,+5)；以及兩個宣告後的窗口：CAR(+1,+5)、CAR(+2,+10)。由此表結果可知：

第一，比預期好的宣告在事件前的窗口累積異常報酬皆顯著為正，在事件當時及事件後的窗口其累積異常報酬多是顯著為負。由此可知，當公司即將發佈比預期好的盈餘宣告時，市場上的股價通常早已提前反應，甚至有過度反應的情況，以致實際盈餘宣告後股價即拉回修正，此與Nichols and Tsay (1979) 的研究結果大致相同。

第二，比預期差的宣告在事件前的窗口雖有正的累積報酬但並不顯著。而在事件發生時及事件發生後窗口，累積報酬則顯著為負，印證當公司握有比預期差的訊息時，會較傾向延遲發佈或隱藏其訊息，使得市場投資人無法提前反應或是反應不足。

三、迴歸分析結果

本文進行四種迴歸分析，各迴歸模型的被解釋變數皆為CAR (0, +2)⁵，為包含宣告日至宣告後二天的三日累積異常報酬率。

1. 媒體曝光度對公司盈餘宣告之累積異常報酬之影響

表4呈現公司媒體曝光度對公司盈餘宣告累積異常報酬的迴歸分析結果。被解釋變數為CAR(0, +2)，解釋變數為媒體曝光相關變數，依序為正面新聞 (positive)、正面量化新聞 (p-quantitative)、正面質化新聞 (p-qualitative)、負面新聞 (negative)、負面量化新聞 (n-quantitative) 及負面質化新聞 (n-qualitative) 等，分成(A)~(F)等6種模式進行迴歸分析；控制變數有淨利息收入比 (NIM)、董監質押比 (collateralized)、公司規模 (size)、權益資產比 (equity_asset)、消費者物價指數 (CPI)、經濟成長率 (GDP) 及產業分類 (industry)。

結果顯示：媒體曝光度對於公司盈餘宣告之累積異常報酬有影響。由(A)、(D)欄可知：若宣告前媒體對該公司的報導是正面新聞，則市場對該公司的盈餘宣告會有正的累積異常報酬 (10%的顯著水準，係數值為0.048)；若宣告前媒體對該公司的報導是負面新聞，則市場對該公司的盈餘宣告會有負的累積異常報酬 (10%的顯著水準，係數值為 -0.148)；相較之下，正面新聞對市場的影響比較小，負面新聞對市場的影響比較大 (此點可由正面新聞係數值之絕對值0.048，小於負面新聞係數值之絕對值0.148看出)。以上實證結果可驗證：當公司管理當局發佈盈餘宣告時，若宣告前媒體對該公司的報導是正(負)面，則市場對該公司的盈餘宣告會有正(負)向反應，因此假說一成立。此外，當公司管理當局發佈盈餘宣告時，如果宣告前媒體對該公司的報導是負面，則對市場的影響會大於正面報導，因此假說二成立。

今進一步將新聞報導的內容細分為量化和質化兩類，由(B)、(C)欄可發現：若宣告前該公司在媒體上的報導是正面量化新聞，則市場對該公司的盈餘宣告會有正的累積異常報酬 (10%的顯著水準，係數值為0.105)；若宣告前該公司在媒體上的報導是正面質化新聞，則市場對該公司的盈餘宣告反應並不顯著。由此觀

⁵ 本文另外計算各種不同事件窗口的 CAR 當做被解釋變數，實證結果和 CAR (0, +2) 類似。

之，正面新聞量化報導的影響比質化報導的影響大，其原因為當公司發佈正面新聞且佐以數據則能讓投資人得知更確定獲利的空間。

若宣告前該公司在媒體上的報導為負面新聞則結果恰好相反。由(E)、(F)欄可發現：宣告前該公司在媒體上的報導是負面量化新聞，則市場對該公司的盈餘宣告之反應不顯著；若宣告前該公司在媒體上的報導是負面質化新聞，則市場對該公司的盈餘宣告會有負的累積異常報酬（10%的顯著水準，係數值為 -0.182）。可知負面新聞的質化報導的影響比量化報導的影響大，其原因為當公司發佈負面新聞但未公佈數據，可能增加投資人想像空間，因此反應會較顯著，此一結果與Skinner (1994)、Kasznik and Lev (1995) 和 Urrutia and Vu (1999) 一致。

2. 媒體曝光度對公司非預期盈餘宣告之累積異常報酬之影響

表5為媒體曝光度對公司非預期盈餘宣告之累積異常報酬影響的迴歸分析結果。我們設定虛擬變數dummy表示公司實際宣告盈餘的情況，當公司實際宣告的盈餘比市場預期差時，dummy=1，其餘為0。比較公司於盈餘宣告前在媒體有正面新聞報導的實證結果—(A)、(B)、(C)欄與公司於盈餘宣告前在媒體有負面新聞報導的實證結果—(D)、(E)、(F)欄可知，雖然二者交乘項的係數並不顯著，但是dummy的係數值在(A)、(B)、(C)欄的實證結果皆顯著為負（5%的顯著水準），分別為 -1.118、-1.167和 -0.992；(D)、(E)、(F)欄則不顯著，這表示當公司於盈餘宣告前在媒體有正面的新聞報導時，若公司發佈的盈餘宣告比市場預期要差，則此項比市場預期差的宣告對於異常報酬率有顯著負向的影響。然而，當公司於盈餘宣告前在媒體有負面新聞報導時，若公司發佈的盈餘宣告比市場預期要差，則此項比市場預期差的宣告對於異常報酬率的影響會變得不顯著。這表示當公司在宣告比市場預期差的盈餘前，如果媒體有負面新聞的出現，則可能因媒體事先的資訊傳遞使投資人打了預防針(提前反應)，以致宣告時市場負向反應並不顯著。

以上實證結果可驗證：當公司管理當局所發佈的盈餘宣告比市場預期差時，若宣告前媒體對該公司的報導是負面新聞，則市場因已有心理準備，以致反應不明顯，因此假說三成立。

表6為公司實際宣告盈餘與市場預期盈餘的差距對公司盈餘宣告之累積異常報酬影響的迴歸分析結果。由表6可知：當公司發佈比市場預期差的盈餘宣告時，若實際發佈與市場預期的差異愈大，則表示公司的宣告遠超過市場的預期，因此市場對此項盈餘宣告會反應更顯著（1%的顯著水準，係數值為 -0.022），因此假說四成立。

表7為考慮公司媒體曝光度之後，公司實際宣告與市場預期的差距對公司盈餘宣告之累積異常報酬影響的迴歸分析。結果顯示：(1).由(A)欄看出，若公司宣告盈餘前在媒體曝光度屬正面新聞，且預測誤差絕對值愈大時，對於累積異常報酬有正向影響（10%的顯著水準，係數值為 0.004），由(C)欄可進一步看出是因為正面質化新聞（1%的顯著水準，係數值為 0.004）帶來的影響；(2).由(F)欄看出若公司宣告盈餘前在媒體曝光度屬負面質化新聞，且預測誤差絕對值愈大時，對於累積異常報酬有顯著負向影響（1%的顯著水準，係數值為 -0.061）；(3)同樣由(F)欄可看出若公司的宣告盈餘是比市場預期差的情況，則在公司宣告前的媒體負面質化新聞，對於累積異常報酬反而有顯著正向影響（1%的顯著水準，係數值為 0.061）。因此，由表7可知：當公司管理當局所發佈的盈餘宣告比市場預期差且差異愈大時，若宣告前媒體對該公司的報導是負面消息，則市場會因已有準備因此負向反應較小，甚至轉為正向反應，因此假說五成立。

伍、結論

本研究採用國內上市金融公司於2001年至2005年間之盈餘宣告資料為樣本，並進一步將公司盈餘宣告區分為比市場預期好和比市場預期差兩類，探討公司在宣佈盈餘前的媒體報導是否會影響股票市場對公司發佈盈餘宣告時的反應。

本文結論指出：公司發佈盈餘宣告前的媒體曝光度對於宣告時的市場反應的確有影響。若公司發佈盈餘宣告前媒體對該公司的報導是正(負)面，則股市對該公司的盈餘宣告會有正(負)向反應，尤其是正面量化新聞與負面質化新聞。其次，當公司管理當局發佈盈餘宣告時，如果宣告前媒體對該公司的報導是負面新聞，則其對股市的影響會大於正面新聞。若公司發佈比市場預期差的宣告前在媒體上有負面的報導，由於可能使得市場投資人已有心理準備，因此一旦公司真正發佈比市場預期差的宣告時，股市的負向反應會較小。同時，若實際盈餘和市場預期的差異程度愈大，市場負向反應的減緩程度也會愈大，尤其是負面質化新聞。

一般而言，企業資訊透明化可以維護投資大眾知的權利，進一步提高投資人之投資意願，使企業較易於資本市場募集所需資金。資訊不透明之公司即為潛在高風險群，自然會降低投資人之投資意願。因此，除了法律強制必須定期公告的財務報表資訊外，公司管理當局亦可利用媒體報導公司即時的重大訊息，以降低資本市場資訊不對稱的情況。本文的結果顯示，媒體報導確實對股市具有影響力，公司管理當局可以善用媒體釋放消息，在發佈比市場預期差的事件前可以先透過媒體釋放負面訊息，減緩市場對於非預期事件的負面衝擊，幫助投資人作出正確的投資決策，進而增進整體經濟資源有效率配置。

過去文獻討論公司發佈盈餘宣告對於股票市場的影響大都會同時考慮短期影響及長期影響二種。本文以新的角度，即分析公司宣佈盈餘前的媒體報導對於股票市場的影響，然而本文僅考慮短期的市場反應。建議未來可從長期的角度來衡量媒體報導對股票市場的影響。此外，本文是以台灣上市金融業為研究對象，後續研究者或可擴及其他產業以檢視媒體報導的效果。

參考文獻

- 吳安妮，1993，「台灣經理人員主動揭露盈餘預測資訊內涵之實證研究」，會計評論，第27期，76-107。
- 林左裕、賴郁媛，2005，「我國銀行業逾放比與總體經濟因素間關係之研究」，商管科技季刊，第6卷第1期，165-179。
- 葉銀華、李存修、柯承恩，2002，公司治理與信用評等，台北，商智文化。
- 沈中華，2002，「金控公司的銀行與獨立銀行 CAMEL 比較：1997~1998」，台灣金融財務季刊，第3卷第2期，73-94。
- Aboddy, D., & Kasznik, R. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29: 73-100.
- Barber, B. M., & Odean, T. 2006. *All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors*, Working Paper,

University of California.

- Beaver, W. H., Clarke R., & Wright, W. F. 1979. The Association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors. *Journal of Accounting Research*, 17: 316-340.
- Brennan, M. J., Jegadeesh N., & Swaminathan, B. 1993. Investment Analysis and the Adjustment of Stock Prices to Common Information. *Review of Financial Studies*, 6: 799-824.
- Bulkley, G., & Herrerias, R. 2005. Does the precision of news affect market underreaction? Evidence from returns following two classes of profit warning. *European Financial Management*, 11: 603-624.
- Carroll, C. E., & McCombs, M. 2003. Agenda-setting effects of business news on the public's images and opinions about major corporations, *Corporate Reputation Review*, 6: 36-46.
- Chambers, A. E., & Penman, S. H. 1984. Timeliness of reporting and the stock price reaction to earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 22 : 21-47.
- Chen, C. C., & Meindl, J. R. 1991. The construction of leadership images in the popular press: The case of Donald Burr and People Express. *Administrative Science Quarterly*, 36: 521-552.
- Covrig, V., Lau, S. T., & Ng, L. 2006. Do domestic and foreign fund managers have similar preferences for stock characteristics? A cross-country analysis. *Journal of International Business Studies*, 37: 407-429.
- Cutler, D. M., Poterba J. M., & Summers, L. H. 1989. What moves stock prices? *Journal of Portfolio Management*, 15 : 4-12.
- Deephouse, D. L. 2000. Media reputation as a strategic resource: An integration of mass communication and resource-based theories. *Journal of Management*, 26: 1091-1112.
- DeLong, J. B. , Shleifer, A., Summers L. H., & Waldmann, R. J. 1990a. Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98: 703-738.
- Frankel, R., McNichols M., & Wilson, G. P. 1995. Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*, 70: 135-150.
- Furlong, F. T., & Keeley, M. C. 1989. Capital Regulation and Bank Risk-Taking: A Note. *Journal of Banking and Finance*, 13: 883-891.
- Gaines-Ross, L. 2000. CEO reputation: A key factor in shareholder value. *Corporate Reputation Review*, 3: 366-370.
- Guo, E., Nilanjan, S., & Shome, D. K. 1995. Analysts' Forecasts: low-balling, market efficiency, and insider trading. *The Financial Review*, 30: 529-539.
- Hamilton, J. T., & Zeckhauser, R. 2004. *Media coverage of CEOs: who? what? where? when? why?* Working Paper, Sanford Institute of Public Policy, Duke University and Kennedy School of Government, Harvard University.
- Kasznik, R., & Lev, B. 1995. To warn or not to warn: management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review*, 70: 113-134.
- Kothari, S. P., Shu S., & Wysocki, P. D. 2009. Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47: 241-276.
- Kahneman, D., & Tversky, A. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under

- risk. *Econometrica*, 47: 263-291.
- Kross, W. 1982. Profitability, Earnings announcement time lags, and stock prices, *Journal of Business Finance and Accounting*, 9: 313-328.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. 2000. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock?" *Contemporary Accounting Research*, 17: 623-662.
- Lev, B. 1989. On the Usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions from two decades of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27: 153-192.
- Lev, B., & Penman, S. H. 1990. Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices. *Journal of Accounting Research*, 28: 49-76.
- Park, D. J., & Berger, B. K. 2004. The presentation of CEOs in the press, 1990-2000: Increasing salience, positive valence, and a focus on competency and personal dimensions of Image. *Journal of Public Relations Research*, 16: 93-125.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. 2002. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23: 1077-1093.
- Robinson, J. P., & Levy, M. R. 1996. News media use and the informed public: A 1990s update. *Journal of Communication*, 46: 129-135.
- Sharpe, W. F. 1978. Bank capital adequacy, deposit insurance and security values. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 13: 701-718.
- Shiller, R. J. 2001. Exuberant reporting: Media and misinformation in the markets. *Harvard International Review*, 23: 60-65.
- Skinner, D. J. 1994. Why firms voluntarily disclose bad News?. *Journal of Accounting Research*, 32: 38-60.
- Straughan, D., Bleske G. L., & Zhao, X. 1996. Modeling format and source effects of an advocacy message. *Journalism & Mass Communication Quarterly*, 73: 135-146.
- Urrutia, J. L., & Vu, J. D. 1999. Is it good or bad to make the cover of business week?" *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38: 64-76.
- Yermack, D. 1997. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *Journal of Finance*, 52: 449-476.

1. 表 1 媒體資料庫分類表

Panel A 依新聞發佈內容分類

年度	正面新聞		負面新聞		總計
	量化	質化	量化	質化	
2000	26	42	55	50	173
2001	164	117	176	102	559
2002	487	681	392	239	1799
2003	1016	1328	236	224	2804
2004	979	1043	211	240	2473
2005	555	389	160	173	1277
2006	146	106	70	53	375
總計	3373	3706	1300	1081	9460

Panel B 依新聞發佈媒體分類

年度	聯合報	經濟日報	聯合晚報	民生報	總計
2000	21	87	64	1	173
2001	69	242	246	2	559
2002	156	1058	572	13	1799
2003	246	1625	927	6	2804
2004	284	1125	1047	17	2473
2005	201	622	438	16	1277
2006	42	236	96	1	373
總計	1019	4995	3390	56	9460
比重	11%	53%	36%	1%	100%

Panel C 依盈餘宣告是否符合市場預期分類

年度	比市場預期好	比市場預期差	總計
2001	41	22	63
2002	47	42	89
2003	77	18	95
2004	86	17	103
2005	68	31	99
總計	319	130	449

說明：媒體資料庫建構期間為 2000 年 10 月 1 日至 2006 年 4 月 30 日。Panel A 首先依新聞發佈之內容分為正面新聞及負面新聞，再分別將新聞內容分為量化新聞與質化新聞。Panel B 依新聞發佈媒體區分，分別有聯合報、經濟日報、聯合晚報及民生報。Panel C 依公司盈餘宣告是否符合市場預期分類，將盈餘宣告樣本區分為比市場預期好和比市場預期差等兩個部分。

表2 敘述統計

Panel A 變數敘述統計量												
Variable	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差							
CAR(0,+2)	-0.168	-0.270	18.368	-17.003	3.567							
Positive	5.196	3	39	0	5.818							
p-quantile	2.592	2	15	0	3.099							
p-qualitative	2.604	1	25	0	3.418							
Negative	1.443	1	10	0	2.044							
n-quantile	0.739	0	9	0	1.342							
n-qualitative	0.704	0	8	0	1.232							
NIM	0.23	0.37	5.03	-49.77	2.54							
collateralized (%)	20.09	6.21	96.78	0.00	25.59							
size	19.77	19.52	21.84	16.71	1.09							
equity asset	0.12	0.08	0.75	0.02	0.15							
CPI (%)	0.84	0.76	3.16	-1.69	1.32							
GDP (%)	3.56	4.03	6.07	-2.17	2.48							

Panel B 變數相關係數矩陣													
Variable	CAR(0,+2)	positive	p-quantile	p-qualitative	negative	n-quantile	n-qualitative	NIM	collateralized	size	equity asset	CPI	GDP
CAR(0,+2)	1	0.096	0.110	0.065	-0.054	-0.050	-0.035	0.105	0.012	0.096	-0.081	0.006	0.004
positive		1	0.881	0.903	0.151	-0.023	0.276	0.021	0.131	0.413	-0.080	-0.102	0.201
p-quantile			1	0.593	0.028	-0.121	0.179	0.028	0.162	0.415	-0.101	-0.005	0.229
p-qualitative				1	0.232	0.070	0.308	0.010	0.076	0.327	-0.044	-0.170	0.134
negative					1	0.813	0.773	-0.047	-0.093	0.256	0.086	-0.100	0.017
n-quantile						1	0.260	-0.034	-0.101	0.156	0.060	-0.126	-0.063
n-qualitative							1	-0.041	-0.044	0.255	0.078	-0.028	0.098
NIM								1	-0.090	0.098	-0.189	0.032	0.097
collateralized									1	-0.087	-0.040	-0.026	0.030
size										1	-0.589	0.296	0.318
equity asset											1	-0.162	-0.145
CPI												1	0.499
GDP													1

說明：表2 係述統計報創和煤礦曝光度所使用的控制變數；size為對總資產取自然對數；equity asset為權益資產比，股東權益除以總資產比；NIM為淨利息收入比，是(利息收入-利息支出)/(利息收入+非利息收入)；CPI為消費者物價指數的年增率，用來計算通貨膨脹率；GDP為經濟成長率；collateralized為質押比率，是質押資產與押股數除以質押資產持有股數，Panel A為變數敘述統計量；Panel B為控制變數之相關係數矩陣。

表3 盈餘宣告發佈之異常報酬分析

窗口	比預期好	t 值	比預期差	t 值	全部事件	t 值
CAR(-10, -2)	1.21 ***	3.68	0.53	0.85	1.01 ***	3.44
CAR(-5, -1)	0.43 **	2.05	0.63	1.23	0.49 **	2.32
CAR(-5, +5)	-0.14	-0.43	-0.94	-1.10	-0.37	-1.10
CAR(-2, +2)	0.28	1.28	-0.50	-0.90	0.06	0.25
CAR(-1, +2)	-0.01	-0.05	-0.49	-1.04	-0.15	-0.76
CAR(-1, +5)	-0.69 ***	-2.65	-1.19 *	-1.75	-0.84 ***	-3.09
CAR(0, +1)	0.18	1.12	-0.64 *	-1.91	-0.06	-0.41
CAR(0, +2)	0.12	0.69	-0.87 **	-2.20	-0.17	-1.00
CAR(0, +5)	-0.56 ***	-2.35	-1.57 ***	-2.55	-0.86 ***	-3.46
CAR(+1, +5)	-0.72 ***	-3.39	-1.29 **	-2.41	-0.89 ***	-4.09
CAR(+2,+10)	-1.05 ***	-3.70	-0.88	-1.35	-1.00 ***	-3.63

說明：***：顯著水準 1% **：顯著水準 5% *：顯著水準 10%

表4 媒體曝光相關變數與盈餘宣告之CAR (0, +2) 迴歸分析

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
intercept	-0.302 (-0.051)	-0.347 (-0.059)	-1.336 (-0.228)	-5.249 (-0.833)	-4.239 (-0.683)	-3.845 (-0.646)
positive	0.048* (1.698) [1.556]					
p-quantitive		0.105* (1.860) [1.483]				
p-qualitative			0.041 (0.905) [1.368]			
negative				-0.148* (-1.878) [1.235]		
n-quantitive					-0.169 (-1.282) [1.127]	
n-qualitative						-0.182*

						(-1.744)
						[1.198]
NIM	0.136***	0.135**	0.137***	0.134**	0.136**	0.134**
	(2.607)	(2.544)	(2.630)	(2.459)	(2.513)	(2.524)
	[1.062]	[1.062]	[1.062]	[1.063]	[1.062]	[1.063]
collateralized	-0.000	-0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
	(-0.022)	(-0.065)	(0.058)	(0.068)	(0.090)	(0.069)
	[1.340]	[1.345]	[1.329]	[1.323]	[1.322]	[1.323]
size	0.007	0.009	0.062	0.272	0.219	0.196
	(0.023)	(0.032)	(0.213)	(0.859)	(0.703)	(0.657)
	[3.902]	[3.803]	[3.845]	[4.017]	[3.903]	[3.806]
equity_asset	-1.508	-1.446	-1.394	-0.459	-0.747	-0.814
	(-0.726)	(-0.701)	(-0.667)	(-0.209)	(-0.345)	(-0.382)
	[2.480]	[2.461]	[2.483]	[2.633]	[2.568]	[2.546]
CPI	0.052	0.035	0.022	-0.064	-0.047	-0.042
	(0.369)	(0.252)	(0.161)	(-0.474)	(-0.353)	(-0.315)
	[1.548]	[1.444]	[1.566]	[1.428]	[1.412]	[1.403]
GDP	-0.082	-0.081	-0.072	-0.061	-0.066	-0.058
	(-0.803)	(-0.805)	(-0.703)	(-0.603)	(-0.648)	(-0.571)
	[1.516]	[1.500]	[1.506]	[1.470]	[1.471]	[1.434]
Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	449	449	449	449	449	449
R ²	0.027	0.028	0.024	0.028	0.026	0.026

說明：1 表 4 以 OLS 模型估計媒體曝光相關變數對盈餘宣告之累積異常報酬的迴歸影響其係數與 t 值。樣本為台灣 2001 年至 2005 年間公司發佈盈餘宣告的上市金融業。被解釋變數 y_i 為 $CAR(0, +2)$ ，包括宣告日的三日累積異常報酬率。解釋變數為媒體曝光相關變數，依序為正面新聞 (positive)、正面量化新聞 (p-quantitative)、正面質化新聞 (p-qualitative)、負面新聞 (negative)、負面量化新聞 (n-quantitative) 及負面質化新聞 (n-qualitative)，控制變數有總資產取自然對數 (size)、權益資產比 (equity_asset)、淨利息收入比 (NIM)、消費者物價指數 (CPI)、經濟成長率 (GDP)、董監質押比 (collateralized) 及產業分類 (Industry)，若為金控公司設為 1，非金控公司設為 0。

2 小括弧內為 t 值；中括弧內為 VIF 值；***表 1% 顯著水準；**表 5% 顯著水準；*表 10% 顯著水準。

表5 加入比預期好(差)宣告之虛擬變數後的媒體曝光相關變數與盈餘宣告CAR (0, +2)之迴歸

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
intercept	-1.975	-1.858	-2.493	-4.197	-3.808	-3.376
	(-0.337)	(-0.319)	(-0.422)	(-0.695)	(-0.627)	(-0.579)
dummy	-1.118**	-1.167**	-0.992**	-0.587	-0.712	-0.740
	(-2.245)	(-2.383)	(-2.069)	(-1.145)	(-1.542)	(-1.476)

dummy × positive	0.045 (0.801)					
dummy × p-quantitive		0.135 (1.153)				
dummy × p-qualitative			0.022 (0.242)			
dummy × negative				-0.183 (-1.509)		
dummy × n-quantitive					-0.192 (-1.172)	
dummy × n-qualitative						-0.274 (-1.247)
NIM	0.127** (2.513)	0.127** (2.523)	0.128** (2.530)	0.129** (2.518)	0.130** (2.540)	0.128** (2.522)
collateralized	0.002 (0.185)	0.002 (0.205)	0.002 (0.200)	0.002 (0.167)	0.002 (0.189)	0.002 (0.176)
Size	0.116 (0.394)	0.110 (0.378)	0.141 (0.477)	0.226 (0.749)	0.207 (0.682)	0.184 (0.630)
Equity_Asset	-1.226 (-0.599)	-1.242 (-0.609)	-1.157 (-0.563)	-0.774 (-0.367)	-0.890 (-0.424)	-0.937 (-0.454)
CPI	-0.029 (-0.214)	-0.031 (-0.235)	-0.037 (-0.280)	-0.061 (-0.462)	-0.060 (-0.457)	-0.045 (-0.340)
GDP	-0.070 (-0.700)	-0.070 (-0.696)	-0.068 (-0.675)	-0.069 (-0.683)	-0.068 (-0.676)	-0.068 (-0.678)
Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	449	449	449	449	449	449
R ²	0.038	0.039	0.037	0.041	0.039	0.039

說明：1 表 5 以 OLS 模型估計。樣本為台灣 2001 年至 2005 年間公司發佈盈餘宣告的上市金融業。被解釋變數 y_i 為 $CAR(0, +2)$ ，包括宣告日的三日累積異常報酬率。解釋變數 dummy 表示當盈餘宣告為比預期差時，dummy=1，其餘則為 0；而媒體曝光相關變數則分為正面新聞 (positive)、正面量化新聞 (p-quantitive)、正面質化新聞 (p-qualitative)、負面新聞 (negative)、負面量化新聞 (n-quantitive) 及負面質化新聞 (n-qualitative)。dummy×媒體曝光相關變數，分別代表公司於盈餘宣告前在媒體有正（負）面新聞、正（負）面量化新聞、正（負）面質化新聞，且盈餘宣告結果比預期差的情況。控制變數有總資產取自然對數 (size)、權益資產比 (equity_asset)、淨利息收入比 (NIM)、消費者物價指數 (CPI)、經濟成長率 (GDP)、董監質押比 (collateralized) 及產業分類 (Industry)，若為金控公司設為 1，非金控公司設為 0。

2.括弧內為 t 值。***表 1%顯著水準；**表 5%顯著水準；*表 10%顯著水準

表6 加入預測誤差絕對值變數後的盈餘宣告對累積異常報酬之迴歸

	CAR(0, +2)
intercept	-3.719 (-0.644)
dummy	-0.735* (-1.781)
ABS(DEV)	0.020** (2.231)
dummy×ABS(DEV)	-0.022*** (-2.521)
NIM	0.130** (2.542)
collateralized	0.002 (0.194)
size	0.197 (0.683)
equity_asset	-0.874 (-0.425)
CPI	-0.018 (-0.140)
GDP	-0.077 (-0.784)
Industry	yes
N	449
R ²	0.070

說明：1.表 6 以 OLS 模型估計。樣本為台灣 2001 年至 2005 年間公司發佈盈餘宣告的上市金融業。被解釋變數 y_i 為 CAR(0, +2)，包括宣告日的三日累積異常報酬率。解釋變數為比預期好(差)此一虛擬變數 (dummy)，若盈餘宣告為比預期差 dummy =1，其餘為 0；ABS (DEV) 為預測誤差項的絕對值；dummy×ABS (DEV)代表公司盈餘宣告較預期差且差異非常大的情況。控制變數有總資產取自然對數 (size)、權益資產比(equity_asset)、淨利息收入比 (NIM)、消費者物價指數 (CPI)、經濟成長率 (GDP)、董監質押比(collateralized) 及產業分類 (Industry)，若為金控公司設為 1，非金控公司設為 0。

2.括弧內為 t 值。***表 1%顯著水準；**表 5%顯著水準；*表 10%顯著水準。

表 7 媒體曝光相關變數、預測誤差項絕對值和比預期好(差)宣告三者間交互作用對盈餘宣告之累積異常報酬迴歸結果

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
intercept	-1.678 (-0.281)	-2.993 (-0.500)	-2.359 (-0.391)	-4.454 (-0.714)	-3.610 (-0.577)	-5.654 (-0.957)
dummy	-0.913* (-1.764)	-0.950* (-1.892)	-0.832* (-1.663)	-0.397 (-0.728)	-0.541 (-1.101)	-0.610 (-1.192)
ABS(DEV)	0.010*** (4.097)	0.020** (2.201)	0.009*** (5.660)	0.016** (2.183)	0.012** (3.050)	0.021** (2.354)
dummy × ABS(DEV)	-0.010 (-0.692)	-0.021 (-1.629)	-0.009 (-0.643)	-0.019 (-1.333)	-0.014 (-1.166)	-0.023 (-1.564)
dummy × positive	0.050 (0.850)					
positive × ABS(DEV)	0.004* (2.593)					
dummy × ABS(DEV) × positive	-0.004 (-1.393)					
dummy × p-quantitive		0.120 (0.972)				
p-quantitive × ABS(DEV)		-0.001 (-0.048)				
dummy × ABS(DEV) × p-quantitive		-0.000 (-0.028)				
dummy × p-qualitative			0.039 (0.409)			
p-qualitative × ABS(DEV)			0.004*** (4.091)			
dummy × ABS(DEV) × p-qualitative			-0.005 (-1.364)			
dummy × negative				-0.166 (-1.161)		
negative × ABS(DEV)				0.007 (0.562)		
dummy × ABS(DEV) × negative				-0.007 (-0.529)		
dummy × n-quantitive					-0.154 (-0.752)	
n-quantitive × ABS(DEV)					0.015 (1.560)	

dummy × ABS(DEV) × n-quantitative						-0.015 (-1.429)
dummy × n-qualitative						-0.296 (-1.265)
n-qualitative × ABS(DEV)						-0.061*** (-3.944)
dummy × ABS(DEV) × n-qualitative						0.061*** (3.063)
NIM	0.127** (2.504)	0.128*** (2.511)	0.128** (2.519)	0.129** (2.508)	0.130** (2.528)	0.127** (2.491)
collateralized	0.000 (0.043)	0.002 (0.191)	0.001 (0.060)	0.001 (0.118)	0.001 (0.088)	0.001 (0.117)
size	0.093 (0.311)	0.162 (0.539)	0.127 (0.423)	0.232 (0.745)	0.190 (0.607)	0.297 (1.006)
equity_asset	-1.205 (-0.580)	-0.971 (-0.469)	-1.115 (-0.535)	-0.676 (-0.314)	-0.875 (-0.409)	-0.374 (-0.179)
CPI	0.016 (0.120)	-0.009 (-0.068)	0.000 (-0.002)	-0.028 (-0.212)	-0.026 (-0.197)	-0.054 (-0.415)
GDP	-0.076 (-0.769)	-0.079 (-0.789)	-0.071 (-0.717)	-0.077 (-0.769)	-0.070 (-0.704)	-0.067 (-0.676)
Industry	yes	yes	yes	yes	yes	yes
N	449	449	449	449	449	449
R ²	0.077	0.072	0.077	0.075	0.076	0.079

說明：1 表 7 以 OLS 模型估計。樣本為台灣 2001 年至 2005 年間公司發佈盈餘宣告的上市金融業。被解釋變數 y_i 為 $CAR(0, +2)$ ，包括宣告日的三日累積異常報酬率。解釋變數為比預期好(差)此一虛擬變數 (dummy)，若盈餘宣告為比預期差 dummy = 1，其餘為 0；ABS (DEV) 為預測誤差項的絕對值；dummy×ABS (DEV)代表公司盈餘宣告較預期差且差異非常大的情況。媒體曝光相關變數，依序為正面新聞 (positive)、正面量化新聞 (p-quantitative)、正面質化新聞 (p-qualitative)、負面新聞 (negative)、負面量化新聞 (n-quantitative) 及負面質化新聞(n-qualitative)；dummy×媒體曝光相關變數，分別代表公司於盈餘宣告前在媒體有正(負)面新聞、正(負)面量化新聞、正(負)面質化新聞，且盈餘宣告結果比預期差的情形。媒體曝光相關變數×ABS (DEV)，分別代表公司於盈餘宣告前在媒體有正(負)面新聞、正(負)面量化新聞、正(負)面質化新聞且預測誤差很大的情況。dummy×ABS (DEV)×媒體曝光相關變數：分別代表公司於盈餘宣告前在媒體有正(負)面新聞、正(負)面量化新聞、正(負)面質化新聞不僅預測誤差很大，且公司的盈餘宣告比預期差的情況。控制變數有總資產取自然對數(size)、權益資產比(equity_asset)、淨利息收入比(NIM)、消費者物價指數 (CPI)、經濟成長率 (GDP)、董監質押比 (collateralized) 及產業分類 (Industry)，若為金控公司設為 1，非金控公司設為 0。

2.括弧內為 t 值。***表 1%顯著水準；**表 5%顯著水準；*表 10%顯著水準

Does Media Coverage Mitigate Market Reactions to Unexpected Negative Earnings Announcements? Evidence from Taiwan Banking Industry

Chao-Lan Wang

Department of Accounting, National Dong Hwa University

Sih-Wun Liao

Department of Economics, National Dong Hwa University

Hsiang-Hsuan Chih

Department of Finance, National Dong Hwa University

Abstract

This paper examines that the impact of firms' media coverage on the market reaction to unexpected earnings announcements of the banking industry in Taiwan. The empirical results are summarized as follows. First, the media reports significant impact on CARs, especially for p-quantitative and n-qualitative media reports. The impact of the negative news regarding the earnings announcements is greater than that of the positive news. Second, the negative media news will mitigate the negative market reactions to unexpected bad earnings announcements.

Key Words : Media coverage, Earnings announcements, Cumulative abnormal return